

Tržište korporativnih obveznica u Srbiji ¹

Katarina Đulić

Boško Živković

Uvod: moguće koristi i rizici razvoja tržišta korporativnih obveznica

Tržište korporativnih obveznica može biti dobra alternativa pozajmljivanju od komercijalnih banaka. Glavne prednosti koje donosi razvoj ovog tržišta jesu sledeće:

- korporativna obveznica omogućava prikupljanje relativno velikih iznosa sredstava iz više izvora nego što bi bilo moguće uzimanjem kredita. Ukupan iznos duga disperzuje na više manjih suma koje se prodaju većem broju investitora. Ovaj fenomen je posebno vidljiv u periodima tokom i posle bankarskih kriza;
- tržište korporativnih obveznica može, kao konkurencija bankarskom sektoru, dovesti do snižavanja troškova eksternog pozajmljivanja.

Prednost korporativnih obveznica, kao instrumenta za prikupljanje pozajmljenih izvora, može biti i povoljniji poreski tretman i manja cena izvora u odnosu na akcijski kapital. U poređenju sa drugim pozajmljenim izvorima, korporativne obveznice omogućavaju prikupljanje većih iznosa sredstava bez promene vlasničke i upravljačke strukture. Nadalje, u okolnostima kada postoji dovoljno efikasno tržište korporativnih obveznica preduzeća ne zavise samo od bankarskog finansiranja, što ima za posledicu produženje rokova finansiranja i smanjivanje prosečne kamatne stope. Ukoliko banke zakonomerno odobravaju sredstva na kraći rok od roka na koji bi bila prikupljena sredstva na finansijskom tržištu, ovo, pri istom nivou finansijskog leverage-a, može imati za posledicu da kompanija trpi veći rizik zbog kraćeg roka dospeća obaveza. Primećeno je, nadalje, da se u bankarskom sektoru, u uslovima bez konkurencije, registruje povećan nivo koncentracije depozita i kredita na grupu vodećih banaka. Svi ovi fenomeni uvećavaju troškove pozajmljivanja i šire kamatni spred.

Odsustvo funkcionalnog tržišta korporativnih obveznica generiše nepovoljan izbor za investitore, posebno grupaciju tzv. institucionalnih investitora. Oni su prinuđeni da ovu vrstu aktive zamenjuju supstitutima raznih vrste a najčešće bankarskim depozitima. Ova grupa investitora je prinuđena da prihvata niže stope prinosa ovih supstituta.

Korporativne obveznice imaju posebno važnu ulogu u uslovima krize. Naime, kriza na tržištima akcija dovodi do povlačenja ulaganja u ove instrumente. U uslovima krize se pojačava averzija prema riziku. Investitori menjaju strukturu svojih portfolija u korist finansijskih instrumenata koji donose niži ali manje rizičan prinos. Korporativna obveznica jeste takav instrument.

Osobine nacionalnog tržišta korporativnih obveznica utiču na stabilnost finansijskog sistema. Naime, disfunkcionalno tržište korporativnih obveznica dovodi do rasta leveridža u sektoru preduzeća i preteranog oslanjanja na bankarski sektor. Nadalje, nedostatak računovodstvene transparentnosti, regulatorne imperfekcije i problemi moralnog hazarda mogu izazvati poremećaj u bankarskom sektoru. U postkriznim periodima registruje se snažna ekspanzija tržišta korporativnih obveznica. Tipičan slučaj ove vrste jeste ekspanzija ovog tržišta u Istočnoj Aziji tokom 90-tih godina.

Jedan od uzroka ekspanzije u ovih tržišta u periodima normalizacije posle kriznog udara jeste i mogućnost razvijenog tržišta korporativnih obveznica da podstakne i ojača restrukturiranje korporativnog sektora. Nadalje, zbog duže ročnosti od klasičnog kredita, tržišta korporativnih obveznica smanjuju rizik ročne neusklađenosti.

Finansiranje korporativnom obveznicom ima ozbiljne nedostatke jer izaziva kumuliranje fiksnih obaveza na kraju perioda dospeća i izaziva veliki šok likvidnosti u trenutku isplate osnovnog duga. Emitovanje korporativnih obveznica, kao i svako zaduživanje, povećava finansijski leveridž. Emisija dugoročnih obveznica koje se koriste za finansiranje investicionih projekata zahteva strožije uslove od emisije kratkoročnih finansijskih instrumenata, duže procedure i može imati veće troškove emisije, što utiče na cenu ovog izvora. Ovaj mehanizam pribavljanja dodatnog kapitala u osnovi prati konjunkturu ponude kredita: u uslovima niske i opadajuće konjunktore je teško plasirati korporativne obveznice jer individualni investitori imaju manje informacija od banaka. U uslovima duboke krize tržište korporativnih obveznica zamire.

¹ Autori zahvaljuju Komisiji za hartije od vrednosti i Erste banci a.d. Novi Sad, koji su svojom spremnošću da daju relevantne podatke i da otvoreno razgovaraju o izazovima srpskog tržišta korporativnih obveznica, značajno doprineli pisanju ovog rada.

Razvoj tržišta korporativnih obveznica jeste pretežno uslovljen nivoom kreditnog rizika sektora preduzeća. Ovaj rizik je na nerazvijenim tržištima uobičajeno veći nego na razvijenim pre svega zbog visokog leveridža i računovodstvene netransparentnosti kompanija. Visok kreditni rizik smanjuje tražnju za ovim obveznicama jer, pri donošenju odluke o ulaganju u ove hartije, investitori posebnu pažnju posvećuju kreditnoj sposobnosti kompanije koja je emitovala obveznice. Zbog toga korporativnu obveznicu na nerazvijenim tržištima karakteriše postojanje različitih oblika zaštite od kreditnog rizika. Put klauzula je česta pojava, kao i razne vrste osiguranja. Emisije korporativnih obveznica na ovim tržištima često su osigurane kolateralom, najčešće nekom stalnom imovinom ili garantovane od treće strane, čime je kreditni rizik emitenta smanjen sekundarnim izvorima naplate. Osigurane obveznice su manje rizične za investitora, ali su skuplji izvor kapitala za emitenta od običnih, neosiguranih obveznica.

Poseban problem povezan sa kreditnim rizikom jeste efikasnost institucionalne infrastrukture za merenje kreditnog rizika. U mnogim zemljama pa i u Republici Srbiji još ne postoje specijalizovane institucije za merenje kreditnog rizika – rejting agencije. Investitori ne raspolazu sa dovoljno pouzdanih informacija o osobinama emitenata.

Analize iskustava zemalja koje su ubrzano razvijale tržišta korporativnih obveznica ne dopušta formulisanje univerzalnog modela njegovog razvoja. Makroekonomska stabilnost jeste preduslov, posebno kada se obveznice izdaju u nacionalnoj valuti, kada je odlučujući faktor nivo i stabilnost inflacije. Razvoj tržišta državnih obveznica, koje generiše krivu prinosa, prethodi razvoju tržišta korporativnih obveznica.

1. Institucionalni ambijent i makro struktura tržišta u Republici Srbiji

Srbija ima finansijski sistem u kome banke imaju dominantnu ulogu. Kredit je osnovni izvor pozajmljenog kapitala. U pretkriznom periodu, bankarski sektor je ubrzano rastao apsorbujući domaću i velike iznose inostrane štednje. Nebankarski sektor rastao je po niskim stopama.

Tržište korporativnih obveznica je u inicijalnoj fazi razvoja. Individualni investitori su gotovo potpuno odsutni sa ovog tržišta. Banke su, sa malim izuzecima, neaktivne kao investitori, emitenti i pokrovitelji emisija. Osiguravajuća društva i investicioni fondovi, kao jedini aktivni igrači na ovom tržištu raspolazu sa relativno malim viškovima koji bi mogli biti plasirani. Valutni i kreditni rizici su visoki. Infrastruktura je nerazvijena a regulacija ekstenzivna i skupa.

Reforme u pravcu produbljivanja finansijskih tržišta, diversifikacije instrumenta i povećanja izvora finansiranja bi smanjile dominaciju banaka u nacionalnom sistemu i povećale njegovu potencijalnu stabilnost.

1.1. Izvori tražnje

Na strani potencijalne tražnje za korporativnim obveznicama, u normalnim uslovima i u teoriji, dominiraju institucionalni investitori. Institucionalni investitori na srpskom tržištu kapitala jesu jedina grupa investitora koji plasiraju, istina vrlo ograničenu, svoju imovinu u ovaj instrument.

U normalnim uslovima penzijski fondovi jesu vrlo važan izvor tražnje za korporativnim obveznicama. U Srbiji je do početka primene Zakona o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima, postojao samo prvi stub penzijskog sistema – obavezno državno penzijsko osiguranje, koje funkcioniše po principu tekućeg finansiranja (eng. pay as you go), što znači da se doprinosi sadašnjih zaposlenih radnika uplaćuju u fond penzijskog osiguranja i odatle direktno distribuiraju sadašnjim penzionerima. Reformom regulative uveden je treći stub penzijskog sistema – dobrovoljno penzijsko osiguranje, koje je dalo mogućnost svim građanima, bez obzira da li su zaposleni ili ne, da izdvajanjem dodatnih penzijskih doprinosa na lične račune u budućnosti obezbede dodatnu penziju. Nažalost, brzo je postalo očigledno da nedostaju, pre svega, dugoročniji dinarski finansijski instrumenti, koji bi omogućili adekvatnu diversifikaciju i raznovrsnije ulaganje ovih fondova. Imajući u vidu da je prosečna starost građana u Srbiji visoka i da je prvi stub preopterećen i praktično je u mogućnosti da isplaćuje penzije na nivou socijalne pomoći, treba očekivati rast imovine ovih fondova u budućnosti.

U domaćem zakonodavstvu je investiciona politika dobrovoljnog penzijskog fonda definisana u skladu sa sledećim načelima²: **načelo sigurnosti imovine** koje podrazumeva da se u strukturi portfolija dobrovoljnog penzijskog fonda nalaze hartije od vrednosti izdavalaca sa visokim kreditnim rejtingom; **načelo diversifikacije portfolija** koje zahteva da se u strukturi portfolija ovih fondova nalaze hartije od vrednosti koje se razlikuju prema vrsti i izdavaocima, kao i prema drugim obeležjima; i **načelo održavanja odgovarajuće likvidnosti** po kome se u strukturi portfolija

² Zakon o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima Republike Srbije, član 30.

Tržište korporativnih obveznica u Srbiji

dobrovoljnog penzijskog fonda moraju nalaziti hartije od vrednosti koje je moguće brzo i efikasno kupiti i prodati po relativno stabilnoj ceni.

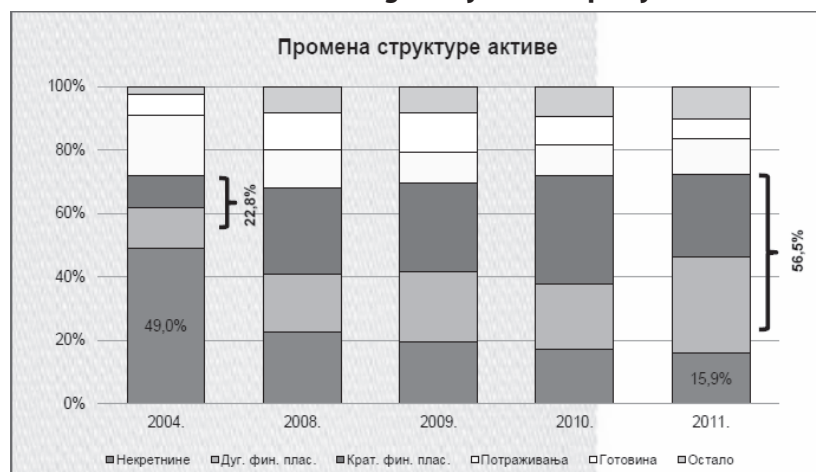
Da bi ova načela bila primenljiva, istim zakonom su precizirana i posebna pravila koja daju pregled mogućih investicionih alternativa³. Pored ulaganja u dužničke hartije od vrednosti koje izdaju Republika Srbija, jedinice teritorijalne autonomije i lokalne samouprave u Republici i druga pravna lica uz garanciju Republike, u skladu sa zakonom kojim se uređuje javni dug, dozvoljena su i ulaganja u dužničke hartije od vrednosti koje izdaju strane države ili strana pravna lica sa minimalnim kreditnim rejtingom "A", a koji utvrđuju agencije za procenu boniteta Standard and Poor's, Fitch-IBCA, Thompson Bank Watch ili Moody's; kao i u hartije od vrednosti koje izdaju pravna lica sa sedištem u Republici kojima se trguje na organizovanom tržištu u Republici. Dakle, pomenutim zakonom je dozvoljeno i ulaganje u korporativne obveznice kojima bi se trgovalo na Beogradskoj berzi čime je zakon stvorio uslove da se definiše tražnja za korporativnim obveznicama.

Prema Izveštaju Narodne banke Srbije o sektoru dobrovoljnih penzijskih fondova u Srbiji za drugo tromesečje 2012. godine, koji je izašao u avgustu 2012. godine, najveći udeo u ukupnoj imovini fondova imaju državne dužničke hartije od vrednosti od čak 85,4%. Iza državnih hartija slede oročeni depoziti sa 5,6%, akcije sa 4,1% i sredstva po viđenju sa 3,4% učešća. U nepokretnosti je uloženo 0,6% imovine fondova. U stranoj valuti - u evrima, na kraju drugog tromesečja nalazi se 3,18 mlrd. RSD, odnosno 22,3% ukupne imovine, dok se u domaćoj valuti nalazi 11,10 mlrd. RSD, odnosno 77,7% ukupne imovine. Nakon značajnog smanjenja učešća sredstava u stranoj valuti od oko 16 procentnih poena u 2011. godini, Narodna banka tvrdi da je tokom 2012. godine ovo učešće stabilno - između četvrtine i petine ukupnih sredstava.

Analiza portfolija penzionih fondova u Srbiji pokazuje da ovi institucionalni investitori gotovo da i nisu ulagali u korporativne obveznice. Pored toga, struktura portfolija ovih fondova ukazuje da država finansira sopstvene potrebe dugoročnom štednjom građana te da u velikoj meri gasi tražnju za korporativnim obveznicama. Uprkos pomenutom načelu diversifikacije, najveći deo imovine srpskih penzionih fondova nosi kreditni rizik koji je visoko koncentrisan u investicijama u državne dužničke instrumente. Pored toga, preko 90% portfolija je izloženo riziku promene visine kamatnih stopa što je posledica visokog učešća dužničkih instrumenata u portfoliju fondova.

Druga grupa značajnih institucionalnih investitora koji ulažu u korporativne obveznice jesu osiguravajuće kompanije, posebno delatnost životnog osiguranja. Osiguravajuće kompanije u Srbiji su počele da se bave životnim osiguranjem i tako došle do kvalitetnih izvora sredstava koje treba investirati. Zakonom o osiguranju je propisana investiciona politika za ulaganje sredstva tehničkih rezervi, koja se mogu, između ostalog, uložiti u obveznice, odnosno druge dužničke hartije od vrednosti kojima se trguje na organizovanom tržištu hartija od vrednosti u zemlji kao i obveznice, odnosno druge dužničke hartije od vrednosti kojima se ne trguje na organizovanom tržištu hartija od vrednosti, čiji je izdavalac pravno lice sa sedištem u zemlji⁴. Kvantitativna ograničenja su propisana odlukom Narodne banke Srbije i fleksibilnija su relativno prema ograničenjima za penzije fondove⁵.

Grafikon 1. Struktura aktive osiguravajućih kompanija



Izvor: http://www.nbs.rs/internet/latinica/15/mediji/prezentacije/20120612_MEJ_prezentacija_osig.pdf

3 Zakon o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima Republike Srbije, član 31.

4 Zakon o osiguranju Republike Srbije, član 114.

5 Odluka o ograničenjima pojedinih oblika deponovanja i ulaganja sredstava tehničkih rezervi i o najvišim iznosima pojedinih deponovanja i ulaganja garantne rezerve društva za osiguranje („Službeni glasnik RS“, br. 87/2012).

Prema podacima dostupnim na sajtu Narodne banke Srbije, sa stanovišta tražnje za obveznicama, promena struktura aktive osiguravajućih društava tokom poslednjih godina, na prvi pogled daje razloge za optimizam. Naime, povećava se učešće dugoročnih finansijskih plasmana u aktivi.

Međutim, detaljnija analiza ukazuje da i ovi institucionalni investitori prvenstveno svoja slobodna sredstva plasiraju u državne dužničke hartije. Prema Izveštaju Narodne banke Srbije za sektor osiguranja u Srbiji za drugo tromesečje 2012. godine, koji je izašao u avgustu 2012. godine, posma-

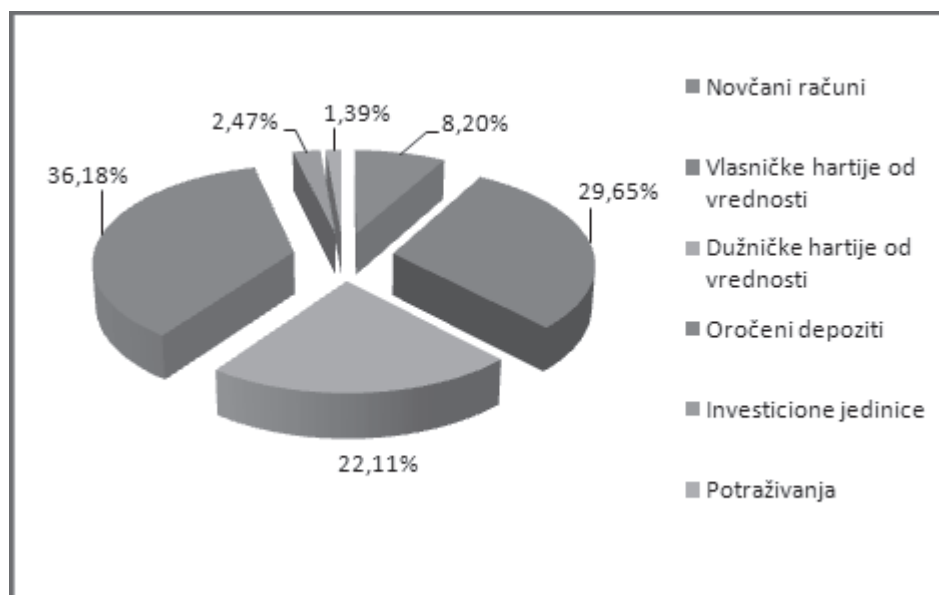
trano agregatno za sva društva koja se bave poslovima osiguranja u Srbiji, tehničke rezerve neživotnih osiguranja u drugom tromesečju 2012. godine najvećim delom su bile pokrivene državnim hartijama od vrednosti sa 30%, deponovanjem kod banaka sa 23%, gotovinom sa 13%, investicionim nekretninama sa 9% i potraživanjima za nedospele premije osiguranja sa 8%. U strukturi pokrića tehničkih rezervi životnih osiguranja najzastupljenije je ulaganje u državne hartije od vrednosti sa 85%, a zatim sledi deponovanje kod banaka sa 8%.

Učešće nematerijalnih ulaganja, nekretnina, plasmana u hartije od vrednosti kojima se ne trguje na tržištu (a to su sve izdate korporativne obveznice sem obveznica koje je izdala Societe Generale Banka Srbija a.d. Beograd i nedavno Erste bank a.d. Novi Sad) i potraživanja (kao oblika aktive koje može karakterisati otežana naplativost) u ukupnoj aktivi društava koja se pretežno bave poslovima neživotnih osiguranja u 2011. godini i drugom tromesečju 2012. godine respektivno iznosi 38,09% i 38,61%. Kod društava koja se pretežno bave poslovima životnih osiguranja navedeno učešće beleži smanjenje sa 8,01% u 2011. godini na 6,79% u drugom tromesečju 2012. godine.

Dakle, na strani tražnje za korporativnim obveznicama osiguravajuća društva se javljaju kao značajniji izvor tražnje relativno prema penzionim fondovima zbog relativno manjih zakonskih ograničenja koja se tiču plasmana sredstava ovih institucionalnih investitora. Međutim, i ovi investitori kada se opredeljuju za dužničke hartije od vrednosti prvenstveno biraju one čiji je izdavalac država.

Treći važan izvor tražnje za korporativnim obveznicama jesu investicioni fondovi. U Srbiji su počev od 2006. godine svoje poslovanje otpočeli i investicioni fondovi. Zakonom o investicionim fondovima je definisana investiciona politika, koja omogućava ulaganje u hartije od vrednosti koje izdaju pravna lica sa sedištem u Republici, kojima se trguje na organizovanom tržištu u Republici⁶, čime je implicitno obuhvaćen i instrument korporativnih obveznica. Maksimalni iznos do 10% imovine investicionog fonda može se ulagati u hartije od vrednosti, odnosno finansijske derivate jednog izdavaoca ili ukupno u hartije od vrednosti, odnosno finansijske derivate dva ili više izdavalaca koji su povezana lica. Komisija za hartije od vrednosti nema javno dostupne informacije o strukturi plasmana investicionih fondova, ali je izašla u susret molbama autora i dostavila pregled strukture plasmana investicionih fondova.

Grafikon 2. Struktura aktive investicionih fondova



Izvor: Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije.

Relativno visokih 22,11 % sredstava investicionih fondova u Srbiji sredinom 2012. godine, bilo je plasirano u dužničke hartije od vrednosti. Detaljnija analiza plasmana pokazuje da je reč o državnim obveznicama, trezorskim zapisima, kao i korporativnim obveznicama stranih izdavalaca. Jedini paradoks vredan pomena je da su relativno fleksibilniji zakonski uslovi koji se tiču ograničenja za ulaganje doveli do bolje diversifikovanog portfolija investicionih fondova u odnosu prema penzionim fondovima, mada ne i do značajnije veće tražnje za korporativnim obveznicama.

U celini gledano teško je odgovoriti šta je uzrok nerazvijenog tržišta korporativnih obveznica u Srbiji – slaba ponuda ili slaba tražnja. S jedne strane, kako će biti pokazano dalje u članku, ponuda korporativnih obveznica je veoma skro-

⁶ Zakon o investicionim fondovima Republike Srbije, čl. 29 i 30.

Tržište korporativnih obveznica u Srbiji

mna zbog više razloga među kojima su najznačajniji – relativno nestabilno makroekonomsko okruženje, nestabilna inflacija i domaća valuta, netransparentno poslovanje domaćih kompanija itd. S druge strane, analiza je pokazala da se, na strani tražnje, institucionalni investitori u Srbiji (kao potencijalno najznačajniji izvor tražnje za korporativnim obveznicama) suočavaju sa velikim brojem ograničenja ulaganja u hartije od vrednosti, ne toliko zbog zakonskih ograničenja koliko upravo zbog veoma skromne ponude u smislu vrste i kvaliteta hartije. Stoga se postavlja pitanje kolika je zaista potencijalna tražnja za korporativnim obveznicama, koje, po svemu sudeći tržište ocenjuje kao previše rizične instrumente za investicionu politiku srpskih institucionalnih investitora.

1.2. Izvori i uslovi ponude

Nužan uslov za razvoj funkcionalnog i efikasnog tržišta korporativnih obveznica u Republici Srbiji jeste kvalitetan pravni i institucionalni okvir. Glavni elementi pravnog okvira su usvajanje i jačanje efikasnog zakona koji reguliše tržište kapitala, ali su važne i procedure bankrotstva preduzeća, sa precizno definisanim pravima i redosledom naplate poverioca kao i usvajanje i stroga primena računovodstvenih standarda koji će omogućiti dostupnost i pouzdanost relevantnih finansijskih informacija.

U maju 2011. godine, donet je, četvrti po redu, Zakon o tržištu kapitala, a pratile su ga i izmene pomenutih Zakona o investicionim fondovima, Zakona o dobrovoljnim penzionim fondovima i penzijskom osiguranja, te Zakona o preuzimanju akcionarskih društava. Komisija je usvojila više od 20 podzakonskih akata koji su bili neophodni da bi se mogao primenjivati Zakon o tržištu kapitala. Sve ove izmene bile su korak u pozitivnom smeru jer je njihov cilj bila harmonizacija sa regulativom Evropske Unije i IOSCO principima.

Novi zakon razlikuje regulisano i postojanje i funkcionisanje vanberzanskog, neaukcionog, tzv. OTC tržišta. Ovo je važna inovacija pošto je prethodni zakon favorizovao promet obveznica na berzi. OTC tržište je sekundarno tržište za trgovanje finansijskim instrumentima koje ne mora da ima organizatora tržišta i čiji sistem trgovanja podrazumeva pregovaranje između kupca i prodavca finansijskih instrumenata u cilju zaključenja transakcije. Pojam „regulisano tržište“ je definisan kao multilateralni sistem koji organizuje, odnosno kojim upravlja Beogradska berza i ono ima dva tržišna segmenta – listing i Open market. Listing se dalje deli na Prime i Standard market. Sledeća tabela sumira uslove za listing hartija od vrednosti (uključujući dužničke).

Tabela 1. Uslovi listinga obveznica na Beogradskoj berzi

	Prime Listing	Standard Listing
Dužina poslovanja	3 godine	3 godine
Poslovni rezultat	Positivan	-
Mišljenje revizora	Positivno mišljenje	Positivno mišljenje ili mišljenje za rezervom
Opšti uslovi koji se održavaju tokom perioda listiranja	minimalni iznos kapitala	
	20 miliona EUR	4 miliona EUR
	izveštaj o reviziji godišnjeg finansijskog izveštaja sa izraženim pozitivnim mišljenjem ili mišljenjem sa rezervom	
Posebni uslovi za akcije i depozitne potvrde na akcije izdavaoca	internet stranica izdavaoca - izrađena na srpskom i engleskom jeziku	
	da se u javnosti u slobodnom prometu (free float), nalazi alternativno:	
	-najmanje 25% akcija od ukupno emitovanih akcija izdavaoca -akcije minimalnog iznosa kapitala 10 miliona EUR koje su u vlasništvu najmanje 500 akcionara;	- najmanje 25% akcija od ukupno emitovanih akcija izdavaoca, -akcije minimalnog iznosa kapitala 2 miliona EUR, koje su u vlasništvu najmanje 250 akcionara; akcije koje su u vlasništvu najmanje 500 akcionara.
	da su isplaćene dividende po prioritarnim akcijama, ako su izdate – na način utvrđen odlukom o njihovom izdavanju	
Posebni uslovi za dužničke liove	minimalni nivo tržišne likvidnosti akcija	
	prosečnu dnevnu vrednost prometa - najmanje 500 hiljada RSD i prosečan dnevni broj zaključenih transakcija – najmanje 5 (pet) transakcija mereno u poslednjih šest meseci.	-
	da izdavalac po poslednjem godišnjem finansijskom izveštaju, nije poslovao sa gubitkom	
Posebni uslovi za dužničke liove	vrednost emisije	
	najmanje 10 miliona EUR	najmanje 1 milion EUR
	da račun izdavaoca nije bio u blokadi u poslednjih 180 dana	da račun izdavaoca nije bio u blokadi u poslednjih 60 dana.

Izvor: sajt Beogradske berze.

Trenutno su, na Prime listingu, listirane četiri obveznice Vlade Republike Srbije (reč je o obveznicama koje su izdate za izmirenje obaveza po osnovu devizne štednje) sa različitim rokovima dospeća (u rasponu od 31.05.2013. do 31.05.2016.). Na Standard listingu nema listiranih obveznica. Ni na jednom listingu Beogradske berze nema korporativnih obveznica.

S druge strane, uslovi za uključanje hartija od vrednosti na Open market, kao i kontinuirano tokom kotacije hartije od vrednosti na Open market-u, prikazani su u sledećoj tabeli⁷.

Tabela 2. Uslovi za uključanje hartija od vrednosti na Open Market, kao i kontinuirano tokom kotacije hartije od vrednosti na Open Market

Uslovi za uključanje hartija od vrednosti na Open Market, kao i kontinuirano tokom kotacije hartije od vrednosti na Open Market	
(1) da nad izdavaocem nije otvoren postupak stečaja ili likvidacije;	
(2) alternativno najmanje:	1) 300.000 EUR- iznos trajnog kapitala, odnosno knjigovodstvena vrednost kapitala prema finansijskim izveštajima iz poslednjeg obračunskog perioda koji prethodi podnošenju zahteva iz člana 61. ovih Pravila ili iznos tržišne kapitalizacije akcija kojima se trguje na drugom segmentu regulisanog tržišta, odnosno MTP, ili
	2) 15% akcija distribuirano u javnosti (free float).
Izuzetno Berza može da odobri uključanje na Open Market hartija od vrednosti izdavaoca ako Berza proceni da je to u interesu izdavaoca ili investitora, a vodeći računa o minimalnom iznosu kapitala, odnosno tržišne kapitalizacije i procentu akcija izdavaoca koje se nalaze u javnosti, u slobodnom prometu (free float).	

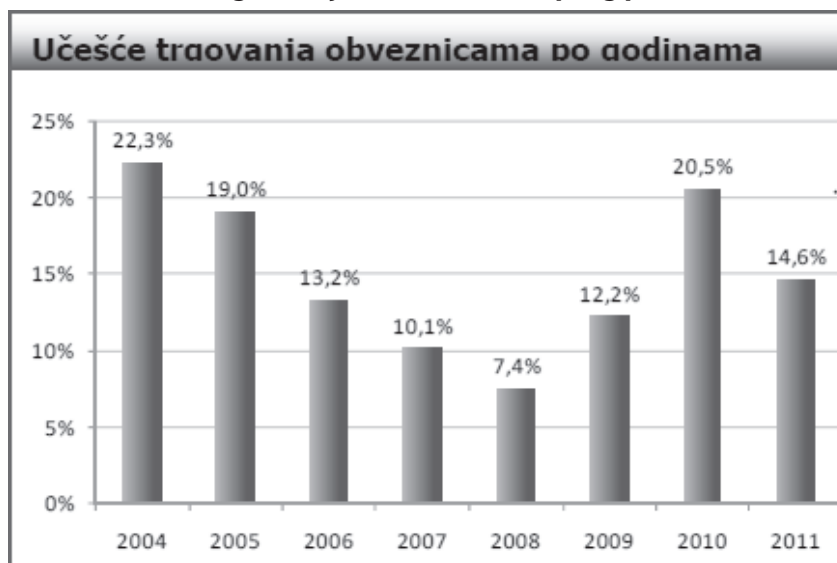
Izvor: Pravila poslovanja Beogradske berze.

Na Open marketu su akcije 134 izdavaoca i obveznice dva izdavaoca: Societe Generale Banke Srbija a.d., Beograd i Erste bank a.d. , Novi Sad. To su trenutno jedine dužničke hartije od vrednosti na Beogradskoj berzi koje nije izdala država.

Ostale izdate hartije od vrednosti su uključene na Multilateralnu trgovačku platformu Beogradske berze (MTP) – 979 akcija 966 izdavalaca. Na MTP nema ni jedne obveznice⁸.

Na Beogradskoj berzi je u trgovanju navedenim dužničkim hartijama od vrednosti u 2011. godini ostvaren promet od blizu 41 milion EUR, što predstavlja 10% niži promet u odnosu na prethodnu godinu.

Grafikon 3. Trgovanje obveznicama na Beogradskoj berzi (u % od ukupnog prometa)



Izvor: Izveštaj o poslovanju Beogradske berze za 2011. godine.

⁷ Pravila poslovanja Beogradske berze a.d. Beograd, član 64.

⁸ Ovi podaci su uzeti sa sajta Beogradske berze 14. Novembra 2012.

Nedavno je Erste Bank a.d. Novi Sad uspešno emitovala dužničke hartije putem javne ponude. Reč je o emisiji dugoročnih obveznica u nominalnoj vrednosti od gotovo 1,5 milijardi dinara. S obzirom na činjenicu da su sve ostale emisije korporativnih dužničkih hartija od vrednosti u Republici Srbije bile zatvorene (uključujući i emisiju Societe Generale Banke koja je inicijalno bila zatvorena) ova javna ponuda je svakako važna.

Zašto su javne ponude korporativnih obveznica toliko retke? Da li zakon postavlja prepreke? Po novom Zakonu u tržištu kapitala, osnovni princip na kome počiva javna ponuda je obavezno objavljivanje prospekta uz prethodno odobrenje Komisije za hartije od vrednosti. Bez takvog odobrenja javna ponuda bi se smatrala ništavom osim u slučajevima izričito pobrojanim u zakonu⁹. Zakon naglašava da nije dopušteno uključivanje hartija od vrednosti na regulisano tržište odnosno MTP u Republici Srbiji, ako pre njihovog uključivanja nije objavljen validan prospekt, osim u slučajevima izričito pobrojanim u Zakonu¹⁰. Član 12. Zakona navodi pod kojim uslovima je dozvoljena zatvorena emisija (privatni plasman). Javna ponuda bi trebalo da bude generalni princip i ona se odnosi kako na prodaju hartija od vrednosti koja se vrši pri izdavanju hartija od vrednosti, tako i na promet hartija na sekundarnom tržištu. Nastojanje da se kroz Zakon o tržištu kapitala obezbedi javnost ponude jeste zapravo nastojanje da se kroz pravila o objavljivanju svih relevantnih podataka o hartijama od vrednosti koje su predmet takve ponude obezbedi adekvatna zaštita investitora (posebno običnih, neprofesionalnih investitora) na tržištu hartija od vrednosti u skladu sa prihvaćenim međunarodnim standardima i principima što je svakako dobra namera.

Investitori se štite informacijom ne samo u momentu ulaska neke hartije na tržište već i kontinuirano dok god je ta hartija listirana odnosno kotirana na organizovanom tržištu. U tom smislu, pored pomenutih uslova, glavne razlike među opisanim tržištima i tržišnim segmentima se tiču obaveza objavljivanja i transparentnosti poslovanja. Dovoljno je reći da su razlike značajne i da opadaju od Prime marketa ka MTP.

Tako po Pravilniku o listingu Beogradske berze, izdavalac na listingu je dužan da Berzi pored izveštaja, informacija, odluka i drugih propisanih podataka o kojima izveštava kao javno društvo čije su hartije od vrednosti uključene na regulisano tržište u skladu sa zakonom, podzakonskim aktima i pravilima Berze, dostavlja i: (1) kvartalni izveštaj - nakon završetka svakog od prva tri tromesečja tekuće poslovne godine, u rokovima utvrđenim Zakonom, kao i da obezbedi da ovaj izveštaj bude dostupan javnosti najmanje pet godina od dana objavljivanja; (2) popunjen upitnik Berze o praksi korporativnog upravljanja izdavaoca koji dostavlja Berzi najkasnije sa danom dostavljanja godišnjeg izveštaja; (3) kada nastupe okolnosti koje bi mogle bitnije uticati na poslovanje izdavaoca i na cenu njegovih hartija od vrednosti, a nije reč o opštepoznatim okolnostima, izdavalac je dužan da odmah, bez odlaganja, obavesti Berzu o takvim okolnostima; (4) izveštaj o održavanju sednice organa izdavaoca na kojoj se odlučuje o: finansijskim izveštajima (nerevidiranim i/ili revidiranim, nekonsolidovanim i/ili konsolidovanim); godišnjim izveštajima, polugodišnjim izveštajima; kvartalnim izveštajima za prvo i treće tromesečje tekuće poslovne godine; isplati dividende i međudividendi (uključujući i utvrđeni predlog o kome nadležni organ odlučuje); promenama osnovnog kapitala izdavaoca; sticanju/otuđenju sopstvenih akcija. Izdavalac je dužan da pomenute donete odluke dostavi Berzi prvog narednog radnog dana po donošenju; (5) dodatne izveštaje i informacije po zahtevu Berze u slučaju kada je to prema proceni Berze neophodno u svrhu potpunog i blagovremenog informisanja investicione javnosti; (6) druge izveštaje i informacije utvrđene ugovorom koji izdavalac ima zaključen sa Berzom. Izdavalac je dužan da navedene izveštaje i informacije, dostavi Berzi na srpskom i engleskom jeziku, kao i da iste na navedenim jezicima objavljuje na svojim internet stranicama. Berza na svojoj internet stranici objavljuje ove izveštaje i informacije. Ove obaveze su za pohvalu ako se stvar gleda iz ugla investitora ali svakako predstavljaju značajan trošak za izdavaoca.

S druge strane, izdavalac čije su hartije od vrednosti uključene na Open Market, dužan je da Berzi dostavi: (1) godišnji izveštaj za prethodnu poslovnu godinu; (2) polugodišnji izveštaj za tekuću poslovnu godinu; (3) izveštaje o nastalim promenama u pravima iz akcija, za svaku klasu akcija posebno, uključujući i promene u pravima iz izvedenih finansijskih instrumenata koje izdaje izdavalac, a koje daju pravo na sticanje njegovih akcija; (4) godišnji dokument o objavljenim informacijama; (5) izveštaj o promenama značajnog učešća u kapitalu izdavaoca; (6) obaveštanje o sticanju i otuđenju sopstvenih akcija; (7) obaveštenje o održavanju sednice skupštine, sa pozivom za sednicu skupštine u skladu sa zakonom kojim se uređuju privredna društva, uključujući i predlog izmena statuta ili osnivačkog akta izdavaoca ako se na datoj sednici skupštine o njima odlučuje; (8) obaveštenje o dodeli i isplati dividendi; (9) izveštaj o emisiji novih akcija, uključujući informacije o eventualnoj novoj dodeli, upisu, poništavanju ili zameni akcija, kao i novoj emisiji dužničkih hartija od vrednosti, a naročito o osiguranju ili garanciji u vezi sa tim izdavanjem; (10) dodatne izveštaje i informacije po zahtevu Berze, koji su prema proceni Berze od značaja za zaštitu investitora i

⁹ Zakon o tržištu kapitala, član 11.

¹⁰ Zakon o tržištu kapitala, član 11.

obezbeđenje pravilnog, efikasnog i transparentnog trgovanja datim hartijama od vrednosti na Berzi; i (11) druge propisane podatke (izveštaje, informacije, odluke) u skladu sa zakonom i podzakonskim aktima. Izdavalac hartija od vrednosti koje nisu akcije, dužan je da Berzi dostavlja godišnji i polugodišnji izveštaj, kao i izveštaje o promenama u pravima iz tih hartija od vrednosti, uključujući i promene u uslovima koje mogu posredno uticati na promenu u pravima tih hartija od vrednosti, a naročito promene u vezi sa uslovima zaduživanja i kamatnom stopom. Ako zakonom nije drugačije određeno, na obaveze izdavaoca čije su hartije od vrednosti uključene na MTP Belex, shodno se primenjuju ista pravila.

1.3. Uzroci slabe ponude

Ukoliko bi neka manja kompanija u Srbiji želela da izda korporativne obveznice, ona bi to mogla da uradi verovatno samo na MTP. Kad kompanija shvati na koji segment može da konkuriše i krene u proceduru pripreme i odobravanja prospekta više nema nikakvih razlika među različitim tržištima (odnosno tržišnim segmentima). Ukoliko je reč o javnoj ponudi, Komisiji se u svakom slučaju dostavlja identična dokumentacija bez obzira na koji segment tržišta hartija odnosno izdavalac konkurišu. Postavlja se pitanje da li bi razvoj tržišta korporativnih obveznica bio u većoj meri stimulisan da su uslovi za javnu ponudu korporativnih obveznica na MTP bili malo „relaksiraniji“? Drugim rečima, ovde se radi o izboru između jače zaštite investitora i jednostavnijih uslova za emitenta. Možda treba ukazati na to da u skorije vreme i u samoj Uniji, regulator počinje da se pita da li je potrebno toliko štititi investitore ili je mudrije podstaći razvoj tržišta kapitala relaksiranjem uslova za javnu ponudu hartija od vrednosti.

Uslovi izdavanja su daleko jednostavniji za zatvorene emisije što sigurno donekle objašnjava zašto su (gotovo) svi emitenti koji su izdavali korporativne obveznice izabrali ovaj način ponude svojih hartija¹¹.

Neformalni intervjui koje su sprovedeli autori ovog članka sa zaposlenima u Komisiji i nekim izdavaocima doveli su autore do zaključka da je možda regulativa Srbije previše zahtevna za nerazvijeno tržište. Naime i Savet stranih investitora u svojoj Beloj knjizi za 2012. godinu zaključuje da nažalost nova pravna regulativa tržišta kapitala nije našla svoju praktičnu primenu koja bi bila jedino pravo merilo uspešnosti regulatorne reforme. Oni konstatuju da je tržište kapitala u Srbiji previše malo da bi „mogle da se testiraju brojne novine koje uvodi nova pravna regulativa, a naročito Zakon o tržištu kapitala“. Sa druge strane bi labava regulativa mogla dovesti do masovnih ugrožavanja prava investitora, kakva su registrova na tržištu akcija tokom prethodnih deset godina.

Dakle, kada je tržište korporativnih obveznica u Srbiji u pitanju, čini se da je regulativa isuviše zahtevna i restriktivna za naše uslove. S druge strane, regulator je objektivno vezan direktivama Evropske Unije. Legitimno je onda postaviti pitanje da li je možda bilo mesta da se striktno usaglašavanje odloži i da na snazi ostanu pravila koja su primerenija tržištu. Nova regulativa je, dakle, bolja u smislu da je bliža Evropskoj Uniji, ali je dalja od naše tržišne realnosti¹².

Drugi važan regulatorni problem u ovoj oblasti jeste Zakon o stečaju, koji je usvojila Narodna Skupština Srbije 11. decembra 2009. godine, a on se primenjuje od 23. januara 2010. godine. Iako je sam Zakon bio korak u dobrom smeru, Savet stranih investitora ukazao je na čitav niz problema sa njegovom primenom. Tako na primer, odredbe o automatskom stečaju, u slučaju dugotrajne nesposobnosti plaćanja dužnika, proglašene su neustavnim i prestale su da važe iako je svima jasno da su takve odredbe u srpskoj realnosti više nego potrebne. Praksa je pokazala da namera zakonodavca da odabir stečajnih upravnika učini što transparentnijim, nepristrasnijim i pravičnijim, nije dala željene rezultate i da se i dalje stalno imenuju isti stečajni upravnici od strane istih sudija dok veliki broj aktivnih licenciranih stečajnih upravnika nije dobio priliku sa mu se poveri vođenje bar jednog stečajnog postupka. Stečajni postupak u Srbiji uprkos promenama u zakonu traje još uvek znatno duže nego u zemljama Evropske Unije, a poseban problem predstavlja relativno neujednačena sudska praksa. Bez detaljnije analize ovog instituta, već je jasno da kada je stečaj u pitanju, poverilac u Srbiji ne može da računa na zaštitu u meri koja je zadovoljavajuća¹³.

11 Napominjemo ovde da bi eventualne municipalne obveznice trebalo da budu nuđene preko Berze ali njih nije bilo od kada je donet novi Zakon. Po starom je zakonu Novi Sad emitovao dužničke hartije u zatvorenim emisijama.

12 Dobra ilustracija ove ocene je pokušaj Komisije da ovaj jaz premosti odlaganjem usvajanja pravilnika o adekvatnosti kapitala investicionih društava. Iako je Komisija već pripremila nacrt ovog akta, ona pokušava da odloži njegovo usvajanje jer upravo ima sluha za situaciju na tržištu. Naime, kada je sličan pravilnik usvojen na razvijeni hrvatskom tržištu kapitala, za godinu dana broj investicionih društava je pao sa 30ak na 6.

13 FIC, Bela knjiga, 2012,

1.4. Trenutni odnos ponude i tražnje

Prethodni nalazi imaju za rezultat pretpostavku da je tržište korporativnih obveznica plitko, nelikvidno i visoko rizično. Njegove razmere, merene obimom emisije su zanemarljivo male u odnosu na stok bankarskih kredita.

Na sajtu CRHOV može se videti ukupno 42 izdavaoca¹⁴ dužničkih hartija od vrednosti. Kada se izdvoje državne i municipalne obveznice i kratkoročne korporativne dužničke hartije, postaju izvesne sledeće činjenice: korporativne obveznice izdale tri banke (Societe Generale Banka Srbija a.d. Beograd i Erste Bank a.d. Novi Sad te NLB Banka a.d. Beograd) i 3 kompanije iz realnog sektora (Galeb GTE a.d., Telefonija a.d. Beograd i Tigar a.d. Pirot). Analiza ovih emisija ukazuje da, sem u slučaju pomenute dve banke, sve su bile zatvorene. U strukturi pasive bilansa stanja preduzeća koja emituju obveznice dominiraju dugoročno pozajmljena sredstva. Sva preduzeća koja su emitovala korporativne obveznice pretežno se oslanjaju na bankarske kredite. Na drugom mestu po zastupljenosti su korporativne obveznice, dok je korišćenje lizinga kod većine ovih kompanija na istom nivou kao i korišćenje obveznice. Zastupljenost obveznica kod kompanije Tigar a.d. je značajno viša nego kod drugih kompanija zbog tri emisije koje je Tigar sproveo.

Analiza kupaca korporativnih obveznica je pokazala da se među investitorima često javljaju osiguravajuće kuće. Tako na primer, celokupnu emisiju Galeb GTE otkupio je Wiener Stadtische, prvu emisiju Tigra otkupio je ponovo Wiener Stadtische, potom Takovo osiguranje a pridružila im se i Komercijalna banka. U drugoj emisiji Tigra kupci su bili oni iz prve emisije, a priključili su se i DDOR osiguranje, Wiener Re osiguranje i KBC Banka. U trećoj emisiji, investitorima iz druge emisije se pridružila i Jubmes banka. Kada su banke u pitanju, kupci su bili pored osiguravajućih kuća, investicioni i penzionisti fondovi te strana pravna lica.

U svim slučajevima realnog sektora, jasno je da su kompanije optirale za zatvorenu emisiju poznatim investitorima koji su imali bliske kontakte sa kompanijom i koji su faktički samo pozajmili novac kompaniji koristeći korporativne obveznice kao mehanizam i formu. Suštinski, ako se izuzmu slučajevi tri banke (odnosne dve banke pošto je emisija NLB banke bila zatvorena), Srbija nije imala emisije korporativnih obveznica u standardnom značenju ovog pojma.

2. Regulatorni i transakcioni troškovi

Visoki troškovi povezani sa emisijom korporativnih obveznica jesu, pored rizika i regulatornih ograničenja, bitan faktor koji usporava razvoj tržišta korporativnih obveznica u mnogim tranzicionim zemljama pa i u Srbiji. U ovom delu rada pokušaćemo još da ispitamo da li su troškovi emisije u Srbiji prohibitivno visoki.

Troškovi emisije zavise od karakteristika korporativnih obveznica koje se izdaju i zavise od procedura registracije. Dva osnovna načina izdavanja korporativnih obveznica (putem javne emisije i privatnog plasmana) imaju različite troškove. Javna emisija je skuplja jer zahteva izradu prospekta, koji će biti registrovan kod nadležne institucije i na osnovu koga će biti upućena ponuda za prodaju obveznica. U postupku emisije kompaniji pomaže investiciona banka. Pored savetovanja, učestvovanja u izradi i registraciji prospekta uloga banke je i da olakša proces distribucije obveznica. Investiciona banka može delovati i kao agent emitenta, kada ne prihvata obavezu otkupa, već samo obavezu prodaje emitovanih obveznica investitorima. U tom slučaju je manji rizik za banku, a prinos se ostvaruje na osnovu agencijske provizije, koja predstavlja manji trošak za firme.

Privatni plasman je jednostavniji jer nije neophodna celokupna procedura oko registrovanja emisije kod nadležnih organa. Privatnim plasmanom se korporativne obveznice prodaju manjem broju unapred poznatih profesionalnih investitora. U ovom metodu plasmana su najniži ukupni troškovi emisije, ali ta prednost može biti nivelisana višim troškovima finansiranja. Pošto je veliki deo troškova emisije fiksni, relevantna je ekonomija obima. Privatno plasirane obveznice imaju nižu likvidnost, jer se njima ne može javno trgovati. Najveći broj korporativnih obveznica u evropskim zemljama u tranziciji je izdat kako obična kratkoročna obveznica, sa fiksnim kuponom.

Troškovi javne emisije obuhvataju različite troškove, koji se mogu klasifikovati u pet grupa.

Prvu grupu čine provizije investicione banke, koje se plaćaju za savetovanje u procesu emisije, za pripremanje dokumentacije potrebne za registraciju emisije i dobijanje kreditnog rejtinga, kao i troškovi potpisivanja emisije. Ovi troškovi su često najveća stavka u ukupnim troškovima emisije korporativnih obveznica na nerazvijenim finansijskim tržištima. Sa porastom konkurencije u investicionom bankarstvu ovi se troškovi smanjuju.

¹⁴ Ovaj podatak je uzet 15.11.2012. godine.

Druga grupa su troškovi registrovanja emisije, njenog listinga i standardizacije. Veliki broj emisija je na razvijenim tržištima registrovan kod nadležnih regulatornih tela i, radi povećanja likvidnosti, listiran na berzi. Korporativne obveznice mogu biti registrovane kao posebne emisije ili mogu biti registrovane na režimu odložene registracije (eng. shelf registration) sa jednim prospektom. U ovoj proceduri troškovi registracije se smanjuju jer je potrebna jedna registracija emitenta kod nadležnih organa koja može da pokriva neki duži period ili veći broj emisija. Emitent u tom slučaju može prikupiti potrebna sredstva brzo i efikasno. U najvećem broju zemalja u razvoju bi trebalo da regulatori predvide ovaj način registrovanja emisije jer će se tako povećati fleksibilnost emitenta kroz mogućnost pravovremenog reagovanja na tržišne uslove, povećati efikasnost kroz snižavanja troškova emisije i povećati atraktivnost korporativnih obveznica kao izvora finansiranja. U zemljama Južne Amerike proces emisije podrazumeva razgraničenje uloga regulatornog tela i berze, kako se ne bi duplirali naponi supervizora i troškovi za emitente.

Treća grupa troškova su troškovi dobijanja kreditnog rejtinga, koji takođe zavise od veličine emisije. Ovi troškovi nisu obavezni preduslov emisije na svim tržištima, ali se emitenti često odlučuju da rejtinguju emisiju korporativnih obveznica jer će dobijeni viši rejting značiti nižu kamatnu stopu, odnosno niži trošak finansiranja. Troškovi utvrđivanja rejtinga su niži za firme koje učestalo emituju korporativne obveznice jer agencije poseduju bazu osnovnih informacija o emitentu.

Četvrta grupa troškova su troškovi marketinga, koji zavise od nivoa disperzije investitora, frekventnosti emisija i regulatornih zahteva. Svaki investitor mora biti upoznat sa ponudom za prodaju i informacijama iz prospekta.

Konačno, peta grupa troškova su troškovi poreza.

Transakcioni troškovi¹⁵ su heterogena grupa troškova koji, direktno ili indirektno, nastaju pri obavljanju razmene na tržištu. Oni obuhvataju troškove brokerske provizije, vreme potrošeno za sticanje informacija pre trgovine, troškove poreza na trgovinu finansijskim instrumentima i slično. Troškovi sistema za kliring i plaćanje su fiksni. Kada je tržište nelikvidno troškovi po obavljenoj transakciji ostaju relativno visoki i umanjuju potencijalne troškovne uštede od prikupljanja sredstava putem emisije korporativne obveznice. Sve to utiče na smanjeni broj ulazaka učesnika na tržište, kako na strani emitenata tako i na strani investitora.

Likvidna sekundarna tržišta su troškovno efikasna, što se direktno može videti kroz uži kupoprodajni (bid/ask) raspon. Direktna i veoma gruba procena transakcionih troškova se može dobiti sabiranjem bid/ask raspona i troškova brokerske provizije. Kada investitori posmatraju troškove, oni često nisu svesni troškova koje plaćaju zbog prilagođavanja raspona dilera. Dilerska tržišta imaju najniže troškove trgovanja jer su informacije o kotacijama uvek dostupne a vreme nalaženja druge strane za obavljanje transakcije je najkraće. Spredovi odražavaju rizik držanja hartija koje su potrebne za obavljanje transakcija i treba da nadoknade operativne troškove. Manji spredovi i veća količina transakcija koje su dileri voljni da izvrše po kotiranim cenama su pokazatelji likvidnijeg tržišta. Tako na primer, u Sloveniji emisija korporativnih obveznica je manje korišćen izvor od bankarskog duga jer su transakcioni troškovi viši jer je reč o malom tržištu.

U velikom broju zemalja najveći deo izdatih korporativnih obveznica se kupuje i prodaje na vanberzanskom (OTC) tržištu i precizni podaci o trgovanju, cenama, volumenu i troškovima su nedostupni. Neke zemlje pokušavaju da ohrabre trgovinu na organizovanim, berzanskim tržištima kroz poreske olakšice za tu vrstu trgovanja. Tako je vlada Perua smanjila porez na prihod od kamata za korporativne obveznice kojima se trguje na berzi. Berzansko trgovanje se smatra transparentnijim, efikasnijim načinom trgovanja, koji omogućava širu bazu učesnika i lakši pristup tržištu.

Transakcioni troškovi zavisni od veličine transakcije¹⁶ i značajno opadaju sa porastom veličine transakcije. Visoko rejtingovane obveznice, obveznice koje su skorije izdate i obveznice čiji je rok dospeća blizu imaju niže transakcione troškove u poređenju sa ostalim. Transakcioni troškovi su niži za korporativne obveznice sa transparentnim cenama, što ukazuje da obveznice kojima se javno trguje nose i niže troškove trgovine.

Troškovi emisije u Srbiji sadrže sve navedene grupe troškova. Jedan od razloga zašto nije bilo značajnih emisija putem javne ponude korporativnih obveznica su, po svemu sudeći, visoki fiksni troškovi emisije, koje treba platiti unapred Komisiji za hartije od vrednosti. Tarifa Komisije za odobrenje prospekta iznosi 0,20% od nominalne vrednosti izdavanja hartije od vrednosti¹⁷.

15 Ne postoji jedinstvena definicija ovog pojma. Jedna grupa autora brani mišljenje da bi na tržištima u razvoju trebalo uvesti porez na transakcije hartijama od vrednosti jer bi taj porez smanjio prekomernu trgovinu i tako izazvanu volatilnost cena. Protivnici glasno naglašavaju da ova vrsta poreza može smanjiti efikasnost tržišta jer smanjuje informativnu funkciju. Prema nekim istraživanjima, ukupni transakcioni troškovi trgovanja korporativnim obveznicama se kreću u rasponu od 1% - 3,5 % nominalne vrednosti.

16 Edwards, A.K., Harris, L.E., Piwowar M.S. (2005), "Corporate bond market transaction costs and transparency", *The Journal of Finance*, vol. 62.

17 Pravilnik o tarifi Komisije za hartije od vrednosti.

Tržište korporativnih obveznica u Srbiji

Troškovi uključivanja na MTP za dužničke hartije od vrednosti na Beogradskoj berzi, koji su najniži, se plaćaju u vidu jednokratne naknade u iznosu od RSD 10.000,00. Troškovi organizovanja trgovine se plaćaju u vidu godišnje naknade koja, u slučaju dužničke hartije, iznosi takođe RSD 10.000,00. U godini uključivanja hartije od vrednosti na vanberzansko tržište, izdavalac ne plaća godišnju naknadu¹⁸.

U slučaju da emitent hoće da se njegovom obveznicom trguje na regulisanom tržištu, pored ispunjavanja uslova za listing hartije, mora da plati i sledeće troškove:

- za trgovanje na Prime listingu: jednokratni troškovi iznose 0,02% od iznosa emisije, ali ne manje od RSD 160.000,00 i ne više od RSD 480.000,00 a godišnji troškovi se plaćaju kao provizija na tržišnu vrednost emisije u vrednosti 0,01%, ali ne manje od RSD 160.000,00 i ne više od RSD 320.000,00.
- za trgovanje na Standard listingu: jednokratni troškovi iznose 0,02% od iznosa emisije, ali ne manje od RSD 80.000,00 i ne više od RSD 240.000,00 a godišnji troškovi se plaćaju kao provizija na tržišnu vrednost emisije u vrednosti 0,01%, ali ne manje od RSD 80.000,00 i ne više od RSD 160.000,00.

Na svim tržištima Beogradske berze troškovi sekundarnog trgovanja dužničkim hartijama su 0,1% od iznosa, a maksimalno RSD 3.500,00. Ove troškove plaćaju članovi Berze, a nadoknađuju ih od clijenata.

Tabela 2. Troškovi koji se plaćaju CRHOV¹⁹

Pristupna članarina CRHOV	240.000
Obuka članova CRHOV	10.000
Instalacija korisničkih aplikacija CRHOV	10.000
Izdavanje sertifikata za korišćenje identifikacione SMART kartice	3.500
Dodela ovlašćena za pristup opciji Beoklijent u WEB aplikaciji	1.500
Dodeljivanje CFI koda i ISIN broja i izrada rešenja	1.000
Upis emisije HoV u CRHOV	15.000
Isplata kupona i anuiteta imaoocu finansijskih instrumenata	0.05% po nalogu
Isplata glavnice finansijskih instrumenata	0.05% po nalogu ne više od 5.000
Zahtevi za isplatu glavnice, kupona i anuiteta	5.000 po zahtevu

Izvor: Pravilnik o tarifi Centralnog registra, depoa i kliringa hartija od vrednosti, http://www.crhov.rs/pravnaregulativa/srpski/tarifnik/Pravilnik_o_tarifi.pdf, datum pristupa [15.11.2012]

Radi preciznijeg utvrđivanja troškova emisije korporativnih obveznica, autori članka su se obratili i Erste bank a.d. Novi Sad koja je jedina u Srbiji javno ponudila korporativne obveznice. Banci je upućena molba da autorima dostavi procenu svojih troškova radi utvrđivanja realne cene emisije. U izuzetno korektnoj saradnji Erste Bank a.d. Novi Sad, je autorima izašla u susret i dostavila procenu najvažnijih troškova emisije. Tabelu koja sledi pripremila je sama Erste bank a.d. Novi Sad.

¹⁸ Pravilnik o tarifi Beogradske berze a.d. Beograd.

¹⁹ Prvih pet tarifnih stavki „tangiraju“ samo članove CRHOV-a što u Srbiji nisu izdavaoci. Međutim, ovo jesu troškovi emisije koji makar indirektno opterećuju emitenta.

Tabela 3. Troškovi javne ponude obveznica Erste banke

Obveznice Erste Bank / komada	nominalna vrednost	Obim
210.000	10.000,00	2.100.000.000,00
TROŠKOVI		
iznos RSD	institucija	svrha
1.000,00	CR	dodela CFI i ISIN
10.000,00	CR	emisioni račun/registracija emisije
13.500,00	CR	saldiranje/ po nalogu cap 1.500,00
10.000,00	CR	specijalni izveštaj o kupcima
57.600,00	CR	obaveštenje i zahtev za isplatu kupona/glavnice
100.000,00	KomBank	uplatna Banka, saldiranje
4.200.000,00	SEC	odobrenje prospekta - 0,2% od obima
0,00	BSE	organizovanje primarnog segmenta tržišta
0,00	BSE	provizija za saldiranje nalog Prodavca
6.000,00	BSE	potvrda Berze
60.000,00	BSE	uključenje u sekundarno trgovanje
62.000,00	Politika	novine/oglašavanje
0,00	investiciono društvo	agent emisije/pokrovitelj
4.520.100,00		

Izvor: Erste Bank a.d. Novi Sad.

Erste banka je posebno napomenula da izdavaoci ne moraju da se odluče na primarnu ponudu na Berzi te da umesto toga mogu da vrše upis posredstvom investicionog društva, što bi stavku u troškovniku „uplatna banka, saldiranje“ multipliciralo. Uz to, pokroviteljstvo (koje ovde nije stavka) je jako skupa usluga. S tim u vezi nema tržišne prakse, ali su na molbu autora intervjuisani stručnjaci banke procenili da bi naknada agentu odnosno pokrovitelju emisije verovatno bila u % obima emisije, sa CAP-om od 30.000-50.000 EUR. Naknada bi bila znatno viša ako emitent angažuje banku umesto brokersko-dilerskog društva. Iz priložene tabele se vidi da naknada Komisiji za hartije od vrednosti nema gornju granicu (ima donju od 250.000,00 RSD) i da ona predstavlja najveći trošak (kada nema troškova investicionog društva odnosno investicione banke). Takođe, Berza trenutno ne naplaćuje neke troškove ali palnira da ih novim tarifnikom uvede (ta polja nemaju iznose na predstavljenom troškovniku).

Investitori uobičajeno uključuju transakcione u ukupne troškove pri konstruisanju svojih portfolija. Njihove odluke zavise od troškova ulaska na tržište korporativnih obveznica, kao i od troškova izlaska sa tog tržišta. Smanjenje transakcionih troškova za individualnog investitora se ostvaruje kada on umesto direktnog ulaganja u određeni portfolio korporativnih obveznica uloži sredstva u fond obveznica. Tada su troškovi bid-ask sprede i provizije za trgovanje niži. Ulaganje u fond podrazumeva i postojanje dodatnih troškova, kao što su menadžment, administrativne, ulazne i izlazne provizije. Ulaganje preko fonda je isplativo kada sitni individualni investitor ulaže na tržišta u razvoju, odnosno kada želi da međunarodno diversifikuje svoj portfolio.

Narodna banka Srbije je, analizirajući poslovanje penzionih fondova, uradila mini studiju transakcionih troškova institucionalnih investitora na srpskom tržištu kapitala. Po izveštaju Narodne banke Srbije za drugi kvartal 2012. godine, najveći udeo u transakcionim troškovima penzionih fondova na tržištu kapitala imaju brokerske naknade i naknade kastodi banke. Najveće troškove imaju transakcije akcijama na Beogradskoj berzi, dok su najmanji troškovi u trgovini trezorskim zapisima. Prema podacima Narodne banke Srbije od ukupnih transakcionih troškova, 73% su činili troškovi na teret društva za upravljanje, a 27% na teret fondova. Kako je na početku poslovanja društava za upravljanje obim trgovanja bio relativno visok, naročito akcijama na Beogradskoj berzi i transakcioni troškovi su bili najveći u tom periodu. Sa početkom ekonomske krize i aktivnosti društava su smanjena, a investicije usmerene ka sigurnijim instrumentima koje sa sobom nose i niže troškove. Od 2009. godine ponovo dolazi do rasta ovih troškova kao posledica smanjenja sredstava na transakcionim računima i preusmeravanja ka trezorskim zapisima Republike Srbije i postepenog povećanja trgovine akcijama. Isto tako rastom neto imovine povećavaju se i vrednosti transakcije fondova u apsolutnom iznosu. Krajem 2011. godine dolazi do značajnijeg pada transakcionih troškova. Takav trend je nastavljen i u prvoj polovini 2012. godine.

Tabela 4. Transakcioni troškovi penzijskih fondova u Srbiji

Износ трансакционих трошкова (у млн RSD)							
	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	
						T1	T2
Укупно	10,0	5,3	7,4	9,7	7,0	1,3	1,1
Брокерске накнаде	4,5	2,2	3,8	4,5	2,9	0,6	0,4
Накнаде кастоди банке	1,8	1,5	2,0	2,4	2,2	0,4	0,4
Берзанске накнаде	1,6	0,8	0,4	1,1	0,8	0,1	0,0
Накнаде централног регистра	1,0	0,6	1,2	1,5	1,1	0,2	0,2
Остали трошкови	1,1	0,2	-	-	-	-	0,0

Извор: Народна банка Србије

3. Zaključak

Analiza tržišta korporativnih obveznica u Srbiji je pokazala da je ono u inicijalnoj fazi razvoja i po kapacitetu gotovo zanemarljivo. Registrovane su ukupno dve javne ponude. Emitenti su u oba slučaja bile banke. Kada je reč o realnom sektoru, analiza je pokazala da su emisije korporativnih obveznica veoma retke i da se po pravilu optira za zatvorenu emisiju poznatom investitoru koji ima bliske kontakte sa kompanijom i koji korporativnu obveznicu zapravo samo koristi kao instrument da novac pozajmi klijentu.

Komparativna analiza iskustava dopušta procenu da se ne može očekivati ozbiljniji razvoj tržišta korporativnih obveznica u bliskoj budućnosti. Glavni razlozi jesu nizak apsolutni i relativni nivo tzv. štednje iz predostrožnosti odnosno nizak kapacitet investicionih i penzionih fondova. Iskustvo, nadalje, pokazuje da i u uslovima značajnijeg rasta kapaciteta institucija ugovorne štednje, ovi investitori preferiraju državnu obveznicu kao investicionu alternativu. Generisanje tražnje većih razmera može se očekivati tek kada se liberalizuju kapitalni tokovi a kapacitet institucija ugovorne štednje značajnije nadmaši ponudu državnih obveznica.

Investiranje u korporativne obveznice još uvek visoko rizično – emitenti se ponašaju netransparentno, rejting agencije ne postoje, a regulativa stečajnog postupka ne pruža zadovoljavajući nivo zaštite poveriocu.

Na strani tražnje za ovim instrumentima su po pravilu institucionalni investitori, a naročito osiguravajuća društva kojima to dozvoljava relativno fleksibilnija regulativa. Međutim, čak i ovi investitori po pravilu optiraju za državne hartije od vrednosti i ne usuđuju se da u većoj meri investiraju u dugoročnu dinarsku imovinu. Država tako apsorbuje dugoročnu ugovornu štednju građana ne ostavljajući previše prostora za investiranja u privatni sektor. Razlozi opredeljenja investitora za relativno sigurnije hartije od vrednosti i druge investicione alternative leže u sistemskim rizicima koji potiču iz još uvek visoke inflacije, markoekonomске nestabilnosti, visoke varijabilnosti kursa dinara. Zbog nelikvidnosti tržišta, investitori koji danas ulažu u korporativne obveznice po pravilu nameravaju da hartiju drže do dospeća jer su svesni da na sekundarno trgovanje ne mogu previše da računaju.

Analiza je pokazala da Srbija ima modernu regulativu koja je u skladu sa direktivama Evropske Unije. Nacionalni regulator realno nema mnogo prostora za kreativna rešenja. Ipak, legitimno se može postaviti pitanje dinamike usvajanja najmodernijih rešenja koja se „uvoze“ sa razvijenih tržišta. Sami emitenti se slabo snalaze sa modernim institutima tržišta kapitala što se vidi u učestalim zahtevima za tumačenja koja se upućuju Komisiji za hartije od vrednosti. Na žalost, zbog nedostatka tržišne prakse u Srbiji, i sam regulator se opredelio za konzervativan pristup i po mišljenju mnogih učesnika na tržištu restriktivno tumači propise čime sprečava učenje putem pokušaja i grešaka.

Troškovi emitovanja i transakcioni troškovi korporativne obveznice su visoki, naročito za manja preduzeća. Može se postaviti pitanje da li manja preduzeća uopšte imaju interes da emituju korporativne obveznice? U teoriji, takav interes bi mogao da postoji zato što upravo ova kategorija privrednih subjekata ima relativno nepovoljne uslove bankarskog kreditiranja. Kada je reč o većim izdavaocima, oni pored troškova ističu kao prepreku preterane zahteve za transparentnošću koji umesto obećanih beneficija (jeftinijeg pristupa kapitalu, bolje reputacije itd.) po pravilu, u jednoj izuzetno netransparentnoj sredini (u kojoj se i država i konkurencija ponaša netransparentno) donosi samo troš-

kove. Kada je reč o bankama, interes potiče iz činjenice da ovi emitenti ne moraju da izdvajaju obaveznu rezervu ako izdaju hartije od vrednosti na period duži od dve godine. U situaciji kada banke imaju povećane zahteve za dinarskim kreditiranjem, i kada je dinarsko zaduživanje kod drugih banaka prohibitivno skupo, korporativne obveznice se pokazuju kao dobra alterantiva.

Šta se može učiniti u kratkom roku?

Najpre, preporučuje se Komisiji za hartije od vrednosti da zauzme relativno fleksibilniji pristup. To podrazumeva da prilikom odgovaranja na zahteve za tumačenje nove regulative koji stižu sa tržišta umesto ukazivanja na ono što „ne može“, učesnike na tržištu podučava „kako može“. Tako je na primer, Savet stranih investitora ukazao sa velikim odobravanjem na uspešno održanu konferenciju o tržištu kapitala u aprilu 2012. godine nakon koje je u maju, zbog brojnih komentara različitih učesnika na tržištu, Komisija pristala da izmeni svoje zvanično mišljenje u vezi sa obavezom objavljivanja ponude za preuzimanje od strane većinskog akcionara u slučaju otkupa sopstvenih akcija. S obzirom na nedostatak domaće tržišne prakse, potrebno je podržati Komisiju za hartije od vrednosti da stekne dodatna iskustva u zemljama u tranziciji koja već primenjuju pravila preporučena evropskim direktivama koja smo nedavno usvojili.

Takođe, neophodno bi bilo smanjiti troškove izdavanja hartija od vrednosti. U tom smislu, potrebno je da sve institucije (CRHOV, Berza, Komisija) u saradnji sa državom koordinirano revidiraju svoje tarifnike i prilagode ih ne tržištima u okruženju već srpskoj relanosti. To ne znači da se mogu ignorisati realni troškovi ovih institucija već da se možda država može opredeliti da strateški podrži razvoj tržišta kapitala tako što će neke od ovih troškova subveniconisati.

Literatura

- IMF Country Report: “Serbia and Montenegro: Serbia—financial system stability assessment, including reports on the observance of standards and codes on the following topics: monetary and financial policy transparency, banking supervision, and payment systems” (2006), Country report No 06/96.
- Zakon o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima (“Sl. glasnik RS”, br. 85/2005 i 31/2011).
- Izveštaj Narodne banke Srbije o sektoru dobrovoljnih penzijskih fondova u Srbiji za drugo tromesečje 2012. Godine.
- Zakon o osiguranju, prečišćen tekst sačinjen na osnovu teksta Zakona o osiguranju (Službeni glasnik RS“, br. 55/2004) i njegovih izmena i dopuna, odnosno ispravki objavljenih u „Službenom glasniku RS“, br. 70/2004 – ispr., 61/2005, 61/2005 – dr. zakon, 85/2005 – dr. zakon, 101/2007, 63/2009 – odluka Ustavnog suda, 107/2009 i 99/2011.
- Odluka o ograničenjima pojedinih oblika deponovanja i ulaganja sredstava tehničkih rezervi i o najvišim iznosima pojedinih deponovanja i ulaganja garantne rezerve društva za osiguranje („Službeni glasnik RS“, br. 87/2012).
- Izveštaju Narodne banke Srbije za sektor osiguranja za drugo tromesečje 2012. godine, avgust 2012. godine.
- Zakon o investicionim fondovima (“Sl. glasnik RS”, br. 46/2006, 51/2009 i 31/2011).
- Zakon o tržištu kapitala (“Sl. glasnik RS”, br. 31/2011).
- Izveštaj o poslovanju Beogradske berze za 2011. Godinu.
- Pravila poslovanja Beogradske berze a.d. Beograd (04/2 br. 3242-1/12).
- Pravilnik o listingu Beogradske berze a.d. Beograd (04/2 br. 3163-1/12.).
- Bela knjiga, Predlozi za poboljšanje poslovnog okruženja u Srbiji, Foreign Investors Council, 2012.
- Zakon o stečaju, (“Sl. glasnik RS”, br. 104/2009).
- Edwards, A.K., Harris, L.E., Piwowar M.S. (2005), “Corporate bond market transaction costs and transparency”, The Journal of Finance, vol. 62.
- Pravilnik o tarifi Beogradske berze a.d. Beograd (04/2 br. 3165-1/12)
- Pravilnik o tarifi (“Sl. glasnik RS”, br. 16/2012, 50/2012, 57/2012 - ispr. i 68/2012)
- Pravilnik o tarifi Centralnog registra, depoa i kliringa hartija od vrednosti.